

Zinsdifferenz . .

D A T E N

GLOBAL

Die Lage am Geldmarkt bleibt weiter höchst angespannt, obwohl die Zentralbanken dem Finanz-System regelmäßig zusätzliche Liquidität zuführen. Viele Experten inklusive Greenspan und Trichet vergleichen die Situation mit der Russland-Krise in 1998. Merkwürdig bleibt jedoch, dass der 3 Monats-Libor seinerzeit gefallen ist, während er diesmal kontinuierlich ansteigt, obwohl der Markt Zinssenkungen erwartet.

USA: überraschend freundliche August-Daten für Konsum und Produktion (ISM, PMI). Die Hiobsbotschaften kommen vom Immobilien-, Bau- und Finanz-Sektor.

EUROPA: nachdem das schwächere Wachstum im 2.Q nicht die Folge rückläufiger Nachfrage, sondern reduzierter Lagerhaltung war, konnten Investitionen, Bau und Konsum im Juli/August noch mal erstaunlich zulegen;

ASIEN: Japan: Enttäuschung bei Konsum, Einkommen und den Investitionen;

Zinsen: Angespannt

der kurze Zinsmarkt kommt nicht zur Ruhe. Vom Markt für ABCP (Asset-backed Commercial Paper) kommen täglich schlechte Nachrichten; der 3-Monats-Dollar-Libor klettert auf 5,8%; die EZB legt eine Zinspause ein, kündigt aber weitere Zinserhöhungen an, sobald sich der Geldmarkt stabilisiert; China erhöht die Mindestreserven auf 12,5%, da die Geldmenge unkontrolliert expandiert und Schweden erhöht die Zinsen um 25 bps auf 3,75%;

Aktien: Hohe Volatilität;

Der Markt bleibt hin- und her gerissen zwischen der Hoffnung auf schnelle Zinssenkungen durch die Zentralbanken und der Furcht vor neuen Hiobsbotschaften aus der Finanzbranche. Viele Analysten haben ihre Gewinn- und damit auch die Kursprognosen für die Finanz-Branche brutal reduziert. Das folgende Beispiel steht stellvertretend für die allgemeine Lage: der Analyst von Lehman reduzierte sein Kursziel für den Titel der

Deutsche Bank Aktie von bislang €147 um unglaubliche -36% auf €94, während der aktuelle Kurs mit nur noch €89 bereits weitere 5% schwächer notiert. Zum Vergleich: anlässlich der Russland Krise in 1998 halbierten sich die Deutsche Bank Aktien zwischen Juli und Oktober (-54%), während die Aktien von UBS und Citibank -61% einbrachen.

WER: Konsolidierung

Seit Beginn der Krise schlagen sich die Kurse erstaunlich wacker, nur der YEN und der Goldpreis zeigen sich sensibel.

K O M M E N T A R E

Das Urteil der Experten: Stress in der Finance-based-Economy bleibt bislang (noch) ohne Konsequenzen für die Real-Wirtschaft; Bundesbank-Präsident Weber vergleicht die aktuelle Situation mit einem klassischen „Run auf die Banken“, nur dass die klassischen Banken kaum betroffen sind (bislang liegen vor allem die Finanz-Intermediäre unter schwerstem Beschuss). Ex-Fed-Chef Alan Greenspan und EZB-Präsident JeanClaude Trichet ziehen Vergleiche zur Krise in 1998, die durch den Russland-Kollaps ausgelöst wurde. Pikant: Russland ging mit nicht einmal \$40Mrd Schulden in den Bankrott, heute stehen unvergleichbar höhere Beträge im Feuer.

Die Lage ist unübersichtlich, ganz zu schweigen von den Folgen (Liquiditäts-, Bank-, Kredit-Krise und/oder Rezession?). Die Reaktion der Zentralbanken erfolgt koordiniert und bedächtig, wenn auch nicht einheitlich. Die Fed wehrt sich standhaft gegen Forderungen, den Leitzins zu senken, die BoE und die EZB legen eine Zinspause ein, Schweden erhöht den Zins um 25bps und China hebt die Mindest-Reserve auf 12,5% an.

Die größten Banken trauen sich mittlerweile gegenseitig so wenig über den Weg, wie den von ihnen emittierten Wertpapier-Strukturen. Der Vertrauensverlust in die Funktion der Märkte lässt sich am Beispiel des Dollars recht gut mit den folgenden Grafiken demonstrieren. Die gelbe Linie in der 1. Grafik auf der nächsten Seite zeigt den Anstieg der Kosten für die tägliche Refinanzierung durch ABCP auf satte +100 bps über Tagesgeld.

Tel.: +49 (0)6196 90 75 330 • Fax.: +49 (0)6196 90 75 340 • email: info@wup-finanz.de

WuP Investitions Management GmbH
Am Limespark 2
D-65843 Sulzbach / Ts

Umsatzsteuer-Nr.: 402 484 2570
Umsatzsteuer-IdNr.: DE 813 562 929
Handelsregister: Frankfurt/Main, HRB 73.612



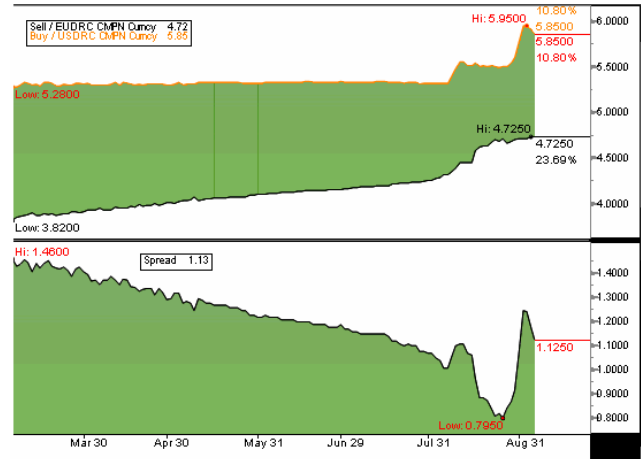
Der Käuferstreik wirkt ansteckend und hat mittlerweile die gesamte LIBOR-Zinskurve erfasst. Die 2. Grafik zeigt den Spread (Differenz) zwischen 3-Monats-Libor und der Rendite für 10-jährige Staatsanleihen (oben: absoluter Zins bei 5,25%; unten: Spread). Die Zeitperiode: 1970 bis 2007 (Quartalszahlen). Regulär notiert die 10-Jahres-Rendite mit +117 bps deutlich über 3-M-LIBOR, wie die langen Phasen in der Form rot schraffierter Felder belegen. Die grün schraffierten Felder zeigen, dass der 3-Monats-Libor nur ganz selten ü/Staatsanleihen notiert. Ausschnitt unten: seit der Ölkrise/Volcker-Ära war das nur nach den Börsen-Crashes 1987, 1998 und 2000 der Fall.



Die letzte Grafik zeigt eine weitere relative Betrachtung der „Spreads“. Hier handelt es sich um die jüngste Entwicklung seit März 2007 und den Spread zwischen dem 3-Monats-Dollar-LIBOR (obere Linie) und dem 3-Monats-EURIBOR (untere Linie).

Im oberen Teil der recht komplexen Grafik wird deutlich, dass der absolute LIBOR diesmal deutlich **gestiegen** ist, statt wie bei Krisen in

der Vergangenheit üblich zu fallen. Unterer Teil: relativ betrachtet steigt der 3-M-Dollar-Libor stärker als der 3-M-EURIBOR, obwohl die US-Konjunktur in Frage steht.



FAZIT (Prognose?):

1.) Bondmarkt: Perioden der „Zins-Anomalie“ sind von extrem befristeter Natur, wie die linke Grafik zeigt. Experten befürchten, dass der 3-Monats-Zins diesmal ein neues Niveau für Risikoprämien reflektiert und deshalb nicht wie sonst üblich viel nachgeben wird. Sollte der 3-Monats-Zins aber nicht massiv fallen, dann muss die 10-jährige Rendite mächtig ansteigen, da die Differenz mit **heute** -112 bps dramatische +229bps über dem „historischen mean“ der letzten 37 Jahre liegt (nicht in der Grafik, da hier nur Quartalszahlen bis Juni 07 abgebildet werden).

2.) Aktienmarkt: bislang hat der Aktienmarkt auf die Verwerfungen am Zinsmarkt kaum reagiert. Je länger die „Zins-Anomalität“ jedoch anhält, desto schlimmer sind die Folgen, primär für die Banken (Refinanzierung), mit zeitlicher Verzögerung für die Real-Wirtschaft und am Ende für den gesamten Aktienmarkt (reduzierte Gewinnerwartungen: fallende Kurse).

3.) Währungen: der Spread am kurzen Laufzeit-Ende hat sich jüngst kräftig zu Gunsten des US-Dollars erhöht (siehe letzte Grafik Ausschnitt unten), obwohl die Fed um niedrigere Zinsen bemüht ist. Hier manifestiert sich der Grad der schwelenden Vertrauenskrise. Dem Dollarkurs wird dieser Zinsvorsprung jedoch kaum helfen, da die Rendite für 2-jährige EURO Anleihen erstmals seit Jahren über jener für Dollars notiert, womit der EURO nun zum attraktiven „Carry-trade“ avanciert. Pikant: EZB-Chef Trichet hat bekräftigt, dass die EUR-Zinsen selbst dann weiter erhöht werden, wenn die Fed die US-Zinsen senkt.